

nota editorial



◆ Control de la inflación y apoyo al crecimiento sostenido del producto y el empleo: 2005-2016

La estrategia de inflación objetivo con flexibilidad cambiaria empleada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) desde octubre de 1999 está orientada a alcanzar y mantener una inflación baja y estable, y a contribuir a suavizar las fluctuaciones cíclicas del producto y del empleo. En el marco de esta estrategia se fija una meta cuantitativa de inflación y un rango de control para informar al público que la inflación está sujeta a choques transitorios, los cuales no siempre pueden ni deben ser contrarrestados por la política monetaria. En noviembre de 2001 la JDBR informó que la meta de largo plazo para la inflación es 3%, y a partir de 2010 estableció el rango de control entre 2% y 4%.

El instrumento principal de la política monetaria es la tasa de interés de referencia¹, que el Banco de la República establece para influenciar el precio de las operaciones interbancarias de corto plazo. Este es el mecanismo que el Banco utiliza para mantener la inflación cercana a 3% y contribuir a un crecimiento del producto y del empleo que sea sostenible en el tiempo. Dentro de este esquema, la flexibilidad cambiaria es un elemento fundamental. Un sistema cambiario flexible facilita que la tasa de cambio opere como una variable de ajuste ante los choques que recibe la economía (reduciendo la volatilidad de la actividad económica), y permite que

¹ También conocida como tasa de intervención o de política, la cual es definida y divulgada por la JDBR en sus reuniones mensuales.

la política monetaria pueda concentrarse en el logro de alcanzar y mantener una inflación baja y estable².

El Banco de la República interviene en el mercado cambiario (comprando o vendiendo divisas), sin pretender fijar ni alcanzar algún nivel específico de tasa de cambio³. Mediante dicha intervención persigue objetivos compatibles con la estrategia de inflación objetivo: 1) incrementar el nivel de reservas internacionales para reducir la vulnerabilidad de la economía frente a choques externos y facilitar los pagos del país en el exterior; 2) mitigar apreciaciones o depreciaciones injustificadas que pongan en peligro la meta de inflación y la estabilidad financiera, y 3) inyectar liquidez con el fin de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos de la economía.

◆ A. Período 2005-2013

En el período 2005 a 2013 la economía colombiana registró el mejor desempeño en la historia del país. El PIB per cápita aumentó de manera sostenida y la inflación disminuyó gradualmente y convergió a la meta de largo plazo en 2009. Durante los siguientes seis años osciló alrededor de 3%. Este resultado es sobresaliente: el Banco logró ponerle fin a varias décadas consecutivas de inflación moderada-alta, al tiempo que la variabilidad del producto y la inflación cayeron de manera significativa.

La explicación de la mayor estabilidad del producto y de la inflación difícilmente se encuentra en la ausencia de choques. Por el contrario, la economía colombiana recibió choques de diversa intensidad y naturaleza; por ejemplo, en 2006 y 2007 subieron de manera considerable los precios internacionales de los productos básicos; en 2008 y 2009 la crisis financiera internacional golpeó con fuerza el comercio internacional, los términos de intercambio, los flujos de capital y la confianza; y en 2010 y 2011 se presentaron fenómenos climáticos que afectaron de manera negativa la producción de los alimentos y el transporte. Algunos de estos choques fueron tanto o más fuertes que los observados en el siglo pasado.

La consolidación del esquema de inflación objetivo flexible, el anclaje de las expectativas de inflación y la flexibilidad de la tasa de cambio permitieron ejecutar una política monetaria contracíclica: cuando la evaluación del estado de la economía y de sus proyecciones indicaba que el producto era inferior a su potencial y la inflación estaba bajo control, la política monetaria fue expansiva para estimular el crecimiento económico; cuando la evaluación del estado de la economía y sus proyecciones indicó que el producto estaba por encima de su potencial, la política monetaria fue

² Para más información sobre la implementación de la política monetaria, consulte los informes de la Junta Directiva al Congreso de la República, los informes trimestrales sobre inflación, las Minutas de la Junta Directiva, el *Informe de política monetaria y rendición de cuentas* (presentado por el gerente general), los comunicados y los videos de las ruedas de prensa de la JDBR; todos estos canales de comunicación se han fortalecido en los últimos años y han contribuido a consolidar la credibilidad en el Banco y a mejorar la efectividad de sus políticas. Dichos informes explican el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de política, así como los modelos, las proyecciones y el grado de incertidumbre en los pronósticos de inflación y crecimiento económico que emplea el equipo técnico del Banco.

³ Las compras de divisas en el mercado cambiario son “esterilizadas”; es decir, su efecto sobre la cantidad de dinero en la economía se contrarresta mediante operaciones de contracción (p. e.: depósitos remunerados).

más estricta para moderar el crecimiento de la demanda y las presiones inflacionarias, tal como se explica a continuación.

Entre 2005 y 2007 la economía colombiana experimentó un período de auge económico impulsado por la sustancial mejora de las condiciones externas. El aumento sostenido de los precios internacionales de bienes básicos, junto con unas bajas primas de riesgo país en las economías emergentes y la amplia liquidez internacional, permitieron un incremento importante de los flujos de inversión extranjera directa y de portafolio, de tal forma que se generó un círculo virtuoso en el cual las condiciones macroeconómicas mejoraban el acceso al financiamiento mundial. En 2006 la demanda interna y el producto crecieron a tasas récord en términos per cápita, tendencia que, de continuar, no tardaría en reflejarse en presiones inflacionarias de demanda. El Banco respondió elevando su tasa de interés para moderar el dinamismo de la demanda agregada y contener presiones inflacionarias.

En esa misma época, se presentó una súbita expansión del crédito, con tasas de crecimiento del crédito de consumo cercanas al 50%, que incorporó deudores más riesgosos y debilitó los estados financieros de las empresas y hogares colombianos. La JDBR implementó lo que en el contexto de bancos centrales se denomina *esquema de inflación objetivo ampliado*. En este esquema la política de tasas de interés se combina con una serie de medidas macroprudenciales que buscan evitar un aumento excesivo del crédito y la formación de burbujas en los precios de los activos que amenacen la estabilidad financiera. Fue así como en mayo de 2007⁴ el Banco elevó el encaje promedio y estableció un encaje marginal sobre los pasivos sujetos a encaje de los establecimientos de crédito. Así mismo, impuso controles de capital para contribuir a moderar la expansión excesiva del crédito y mitigar la exposición de la economía colombiana a capitales de corto plazo. Estas medidas contribuyeron a preservar la estabilidad de precios y financiera, y permitieron que el país enfrentara con éxito un choque externo negativo de la magnitud de la crisis financiera internacional de 2008.

En efecto, en septiembre de 2008 la quiebra de Lehman Brothers desató la mayor turbulencia financiera desde los años treinta. La configuración de un exceso de endeudamiento de los hogares en los Estados Unidos y de condiciones restrictivas de solvencia y liquidez de grandes bancos generaron un ciclo recesivo en el que la desconfianza generalizada de hogares e inversionistas contrajo el consumo mundial, la inversión y la generación de empleo. En ese contexto, tanto los precios de los bienes básicos internacionales como los niveles del comercio mundial cayeron significativamente, y los flujos de capital y el financiamiento internacional se vieron afectados, de tal forma que se produjo una crisis global sin precedentes.

El ciclo expansivo de la economía colombiana cambió de tendencia en el cuarto trimestre de 2008 al registrar un crecimiento anual de 0,3%, con lo que el año completo terminó con una expansión de 3,5% (frente a tasas de crecimiento cercanas al 7,0% en los dos años previos). Similar al manejo de la crisis en el resto del mundo, la política monetaria en Colombia actuó de manera oportuna y decidida, mediante

⁴ En su sesión de mayo de 2007, la Junta Directiva del Banco decidió establecer un encaje marginal sobre los depósitos de los establecimientos de crédito, un depósito al endeudamiento externo y un límite a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario. De manera complementaria, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público estableció un depósito a la inversión extranjera de portafolio, en los mismos términos y condiciones que el depósito al endeudamiento externo definido por el Banco.

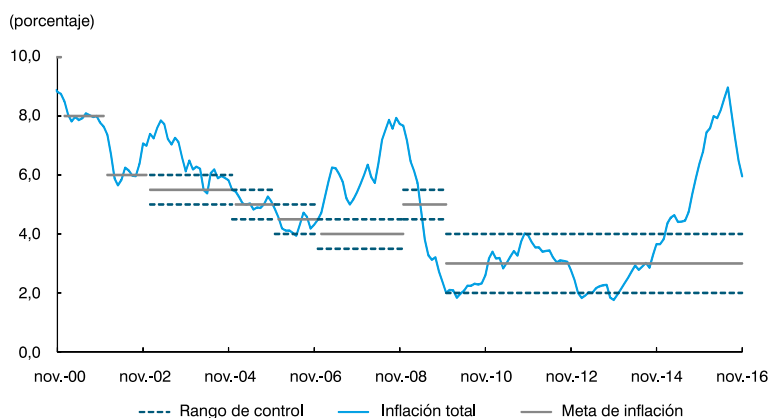
la reducción de la tasa de interés de referencia⁵. Esto, junto con la acumulación de reservas internacionales durante el período de auge económico, redujeron la vulnerabilidad de la economía colombiana durante la crisis financiera internacional y permitieron sostener la demanda agregada, sin generar presiones inflacionarias. La economía colombiana creció 1,7% en 2009, la tasa más alta en los países grandes de la región, y la inflación terminó en el límite inferior del rango de control (2,0%).

En el período 2011-2013 la economía colombiana retomó una senda de expansión económica luego de la recuperación de los efectos de la crisis financiera internacional. El buen desempeño obedeció, en parte, a condiciones externas favorables reflejadas en un fuerte incremento de los términos de intercambio (el precio del petróleo para la referencia Brent alcanzó un promedio de USD 110/barril), fuerte demanda externa de nuestros productos y grandes entradas de capital extranjero, en un contexto donde las tasas de interés internacionales se mantuvieron en niveles históricamente bajos.

La postura de la política monetaria contribuyó al crecimiento económico sostenido, al incrementar paulatinamente la tasa de intervención, y así moderar la rápida expansión del gasto y del endeudamiento privado en una economía que crecía por encima de su potencial en 2011⁶. En 2012 la política monetaria fue expansiva, al considerar que la actividad económica podría desacelerarse como consecuencia de la profundización de la crisis de la deuda europea. Esta postura permitió que la economía tuviera un mejor desempeño frente a otras economías de la región, al tiempo que la inflación estuvo controlada.

En resumen, como resultado de las medidas adoptadas por el Banco, en 2009 la inflación convergió al rango de control y se mantuvo alrededor de la meta de largo plazo (3%) hasta 2014 (Gráfico 1), al tiempo que la política monetaria contribuyó a

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



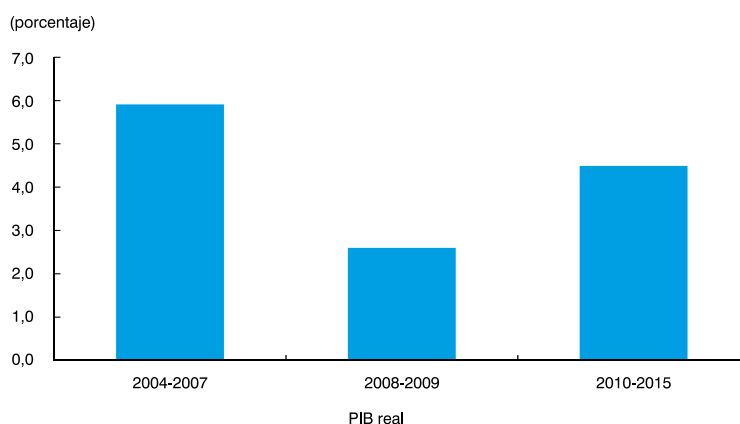
Fuentes: DANE y Banco de la República.

⁵ Adicionalmente, en octubre de 2008 se redujo el encaje ordinario, a la vez que se eliminaron los depósitos al endeudamiento externo y a la inversión extranjera de portafolio (el encaje marginal se eliminó en agosto de 2008).

⁶ La tasa de intervención se incrementó desde 3,0% en febrero de 2011 hasta el 5,25% en febrero de 2012.

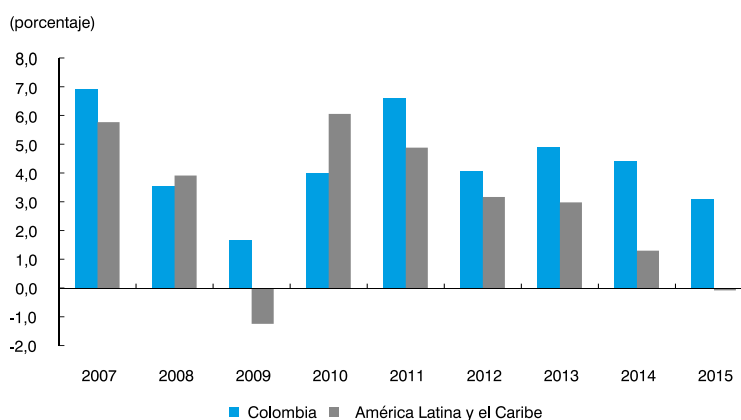
que la economía colombiana resistiera mejor la crisis financiera internacional frente a los otros países de la región, así como a reducir la volatilidad del crecimiento del producto (gráficos 2, 3 y 4). De esta manera, la economía colombiana registró un desempeño sobresaliente, al lograr poner fin a varias décadas de inflación moderada-alta y al tiempo alcanzar un crecimiento del producto más estable que en períodos anteriores.

Gráfico 2
Crecimiento promedio del PIB real en Colombia
(variación anual)



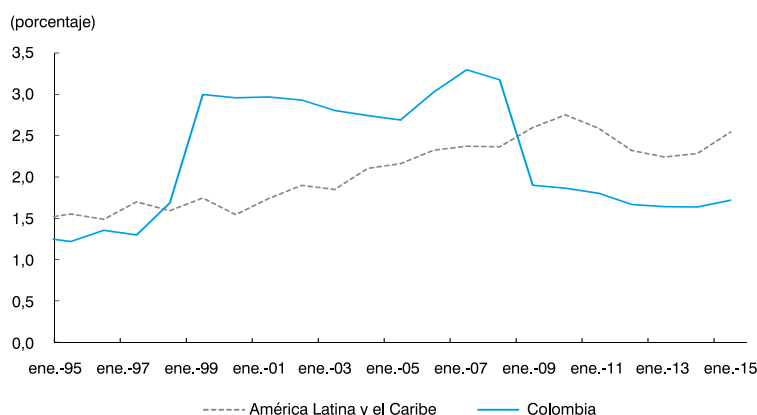
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB real
(variación anual)



Fuentes: Banco de la República y Fondo Monetario Internacional; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
Volatilidad del PIB real
desviación estándar (ventana móvil de diez años)



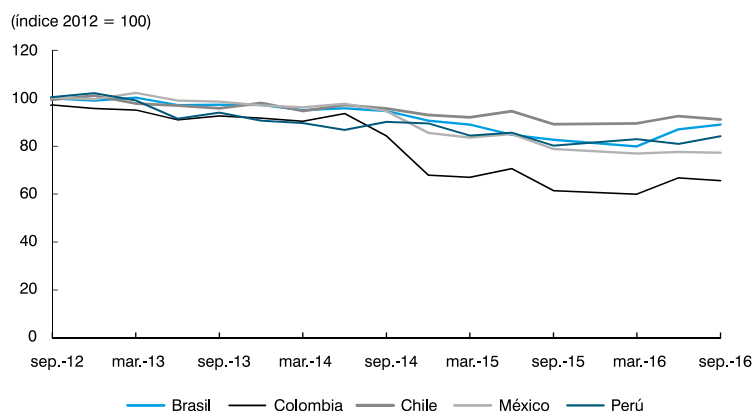
Fuente: Fondo Monetario Internacional; cálculos del Banco de la República.

◆ B. Período 2014-2016

La expansión de la economía colombiana entre 2011-2013, que se produjo en un ambiente externo favorable y un contexto interno de inflación baja y estable, se interrumpió de manera inesperada a partir del segundo semestre de 2014. Este cambio de tendencia obedeció a una combinación de choques que afectaron el desempeño económico en diversos frentes. El más importante lo constituyó la fuerte caída de los precios del petróleo, que luego de haberse mantenido durante esos años en un promedio de USD 110/barril para la referencia Brent, se desplomó hasta ubicarse por debajo de los USD 30/barril en enero de 2016, y actualmente alrededor de los USD 50/barril. Dada la relevancia que la actividad petrolera adquirió durante la primera década del nuevo siglo, este fenómeno afectó la economía colombiana mediante múltiples canales. Uno de los más importantes fue el deterioro de los términos de intercambio, que mide la capacidad de compra de las exportaciones de un país. Una comparación con los principales países de América Latina muestra que aunque todos fueron afectados por caídas de los precios de sus respectivos bienes básicos de exportación (como el cobre, la plata, la soya, el carbón, el petróleo), Colombia fue la economía que recibió el choque más fuerte (Gráfico 5).

Como consecuencia, el ingreso nacional sufrió una reducción significativa, originada en la fuerte caída del valor de las exportaciones petroleras y mineras, la pérdida de rentabilidad de los proyectos mineroenergéticos, y el debilitamiento de la inversión extranjera directa en tales actividades. Lo anterior se acentuó por el contagio entre los países de la región, que al estar todos afectados por choques similares, redujeron la demanda de importaciones de sus países vecinos. En el caso colombiano este fenómeno afectó principalmente el comercio con Ecuador y Venezuela, dos de nuestros principales socios comerciales, también dependientes del petróleo. La disminución del ingreso nacional produjo una desaceleración de la demanda inter-

Gráfico 5
Términos de intercambio



Fuente: Datastream; cálculos del Banco de la República.

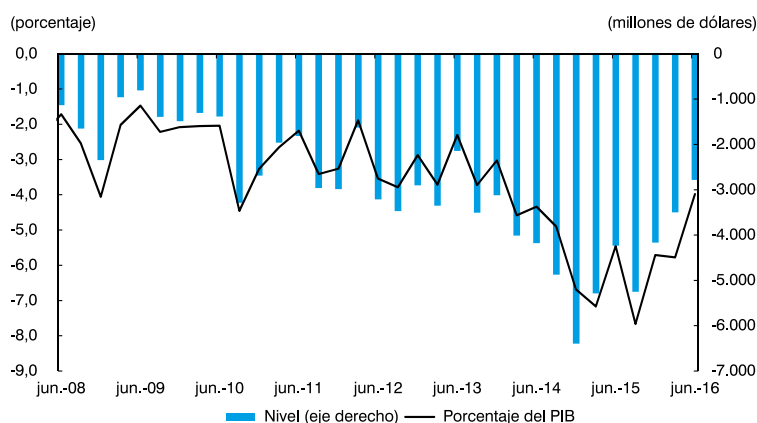
na, que luego de crecer 6% en 2014, redujo su expansión a 3,6% en 2015 y a 1,3% al finalizar el segundo trimestre de 2016. Lo anterior, sumado al débil desempeño del comercio externo, se reflejó en una significativa pérdida de dinamismo de la actividad económica del país, que pasó de una tasa de crecimiento de 4,4% en 2014 a un estimado de 2,0% para 2016.

Dada la creciente participación que las rentas provenientes del sector petrolero adquirieron en los ingresos del gobierno nacional (hasta representar cerca del 20% de sus ingresos totales en 2013), la pérdida de rentabilidad de la actividad petrolera produjo un debilitamiento importante de las finanzas de la nación, al observarse que los ingresos públicos vinculados al petróleo se contrajeron desde un nivel de 2,9% del PIB en promedio entre 2012 y 2014 a 0,0% en el año 2016. Este choque sobre las finanzas públicas coincidió con el inicio del proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, lo cual incrementó las primas de riesgo soberano en varias economías emergentes. En el caso particular de Colombia, el aumento de la prima de riesgo fue mayor que en otros países, debido al gran debilitamiento relativo de las finanzas públicas tras la caída del precio del petróleo.

El impacto de la reducción de los precios del petróleo en los ingresos de exportación generó también un aumento notable del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual ya registraba niveles altos y crecientes (Gráfico 6). La caída de las exportaciones y de la inversión extranjera directa en el sector mineroenergético, junto con el encarecimiento del financiamiento externo, causaron una fuerte depreciación nominal y real del peso colombiano, mayor que la de otras monedas de la región.

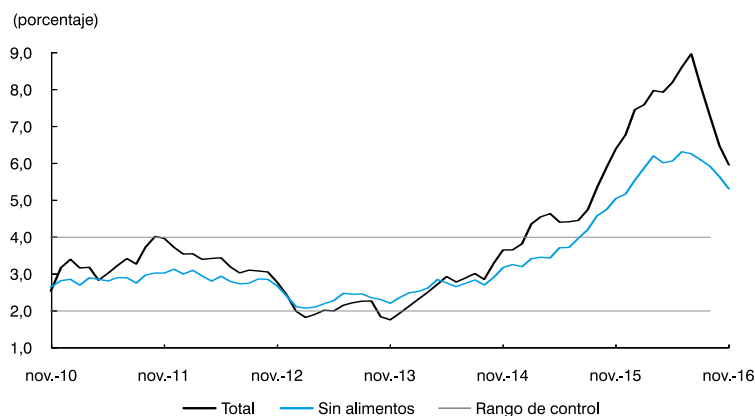
La magnitud de la depreciación del peso, que alcanzó cerca del 60% entre mediados de 2014 y junio de 2016, impactó la inflación al consumidor, a pesar de que el traspaso de la depreciación a los precios internos es bajo en Colombia. A esto se añadieron los efectos del fenómeno climático de El Niño sobre los precios de los alimentos y la energía. El resultado fue un fuerte aumento de la inflación al consumidor, que superó ampliamente la meta del 3% establecida por la JDBR (Gráfico 7).

Gráfico 6
Déficit en la cuenta corriente de Colombia



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 7
Inflación del índice de precios al consumidor (IPC)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

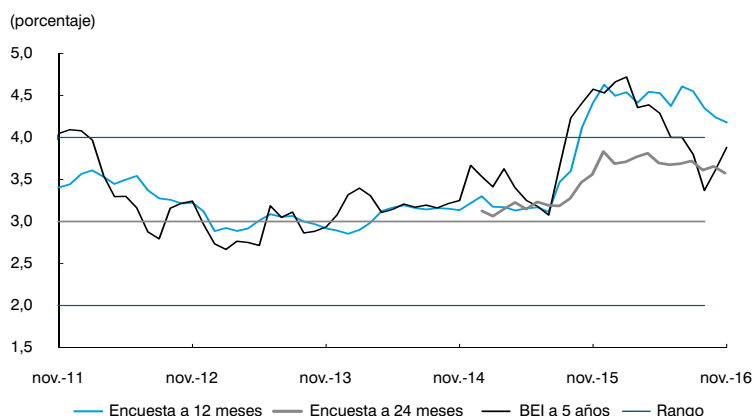
La respuesta de política monetaria a esta compleja combinación de choques partió de dos premisas importantes. En primer término, la caída en el precio del petróleo se percibió como un fenómeno persistente, dada su baja probabilidad de revertirse rápidamente. Por esta razón, la contracción del ingreso nacional originada por dicha caída se reconoció como un choque permanente. Sobre esta base se consideró que el gasto de la economía requería ajustarse para prevenir excesos que desembocaran en déficits altos y persistentes en la cuenta corriente, que llevaran a niveles crecientes de pasivos externos, los cuales pudieran elevar la vulnerabilidad del país. En estas condiciones se concluyó que una política monetaria contracíclica no era una estrategia conveniente para enfrentar este choque, sino que lo más indicado

era admitir una desaceleración del gasto compatible con la caída permanente del ingreso, que contribuyera a asegurar la sostenibilidad del balance externo del país.

Como segunda premisa, se reconoció que los efectos de la depreciación y del fenómeno de El Niño sobre la inflación tenían un carácter transitorio. Por un lado, en ausencia de nuevos choques externos, no había razón para esperar que la tasa de cambio mantuviera una fuerte tendencia al alza. Por otro, la normalización del clima, al desaparecer el fenómeno de El Niño, permitía anticipar una corrección de los precios de los alimentos. No obstante, también se observaba que el gran tamaño de los choques y del aumento de la inflación habían elevado las expectativas de inflación muy por encima de la meta, lo que además comenzó a activar mecanismos de indexación (Gráfico 8). En este contexto, la respuesta de política debía reconocer la naturaleza transitoria de esa mayor inflación y reaccionar únicamente ante efectos de “segunda vuelta” asociados con la “contaminación” de las expectativas de inflación y la activación de mecanismos de indexación que dificultaran la convergencia de la inflación hacia la meta, una vez se hubieran desvanecido los efectos de los choques.

Sobre esta base, la autoridad monetaria estimó conveniente buscar la convergencia gradual de la inflación al rango de control entre 2% y 4% en 2017. Con ese propósito, en septiembre de 2015 inició un ciclo de alzas de las tasas de interés de política desde un nivel de 4,5% hasta llevarla al 7,75% en julio de 2016. El ajuste se inició desde niveles de la tasa de interés real inferiores a su promedio desde 2003 y en una situación en la cual la brecha entre el producto y su nivel potencial era cercana a cero. El desafío de la política consistía en balancear los riesgos de una convergencia demasiado lenta de la inflación a la meta, por un lado, y de una desaceleración excesiva de la actividad económica, por el otro. Una convergencia más rápida de la inflación habría requerido una desaceleración muy fuerte de la economía y un costo significativo en términos de empleo. Una convergencia más lenta entrañaría el riesgo de perpetuar las expectativas de inflación por encima de la meta del 3% y extender aún más los mecanismos de indexación, elevando excesivamente el costo de una desinflación futura.

Gráfico 8
Expectativas de inflación al consumidor



Fuente: cálculos del Banco de la República.

La respuesta de la política monetaria limitó su pérdida de credibilidad, como se deduce del hecho de que las expectativas aumentaran mucho menos que la inflación total, e incluso que las medidas de inflación básica. Esto indica que los agentes económicos comprendieron que el impacto directo de los choques sobre la inflación se desvanecería y que la autoridad monetaria contrarrestaría sus efectos de “segunda vuelta” en alguna medida. Adicionalmente, el endurecimiento de la política monetaria contribuyó a la moderación del gasto y a la consecuente desaceleración de la demanda interna. Esto fue un factor importante para iniciar una corrección parcial del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, tanto en dólares como en porcentaje del PIB.

En efecto, después de alcanzar 9% en julio de 2016, la inflación ha comenzado a descender con fuerza y se espera que termine el año cerca al 5,6% y siga disminuyendo hasta situarse por debajo del 4% en 2017, en tanto que las expectativas de inflación de los analistas económicos a uno y dos años se sitúan en 4,2% y 3,6%, y las que se derivan de los títulos de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran alrededor del 3,6%. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos muestra una corrección importante, y se espera que termine el año en 4,7% del PIB. 🏦

♦ José Darío Uribe Escobar ♦
Gerente general*

* Esta nota editorial corresponde a una sección del *Informe de Gestión, 2005-2016*, publicado en diciembre de 2016.